

【Update Report】

| Company |

株式会社 駅探

Ekitan&Co., Ltd.

| Code |

3646 : 東証マザーズ
TSE Mothers

C&A Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

February 11th,2022

Ver : 20220211-1

C&A

C&A Investment Research

【Update Report】

ドメインパワーと蓄積データ パイオニアの成長戦略の始まり

【目標株価】

目標株価:1,050 円

【レーティング】

Strong Buy で
レーティングを継続

【業績予想】

2022/3 期 (C&A 予想)

売上高：3,300 百万円、EBITDA：423 百万円、営業利益：240 百万円、

経常利益：240 百万円、当期純利益：132 百万円

(2/10/2022 現在)

【データ】

株価(2/10)：447 円

時価総額：3,048 百万円 PBR(22/3 3Q)：0.88 倍

配当利回り(22/3 予想)：3.13%

PER(22/3 期 C&A)：16.50 倍 PER(23/3 期 C&A)：14.52 倍

ドメインパワーと蓄積データ パイオニアの成長戦略の始まり

<業績動向>

22/3 期 1-3Q 決算は増収もコスト先行で営業減益に

22/3 期 1-3Q 決算は売上高が 2,120 百万円、前年同期比 42.3%増、営業利益が 74 百万円、同 47.9%減と大幅な増収も営業減益となった。駅探の既存事業であるモビリティサポート事業は、売上高 1,222 百万円、前年同期比 18.0%減、営業利益 413 百万円、同 9.2%減の減収減益にとどまっている。

コロナ禍での外出自粛や移動制限から乗り換え案内サービスや国内外旅行者向けのガイドブックの低迷、更には出張に関連するサービスの利用低下があった。有料会員獲得に向けたプロモーション費用の抑制や子会社のラテラ・インターナショナルでの人員削減などのコスト削減策により利益の悪化には歯止めがかかっている。

広告配信プラットフォーム事業は、今期からスマートフォン向け広告配信システムを持つサークアの子会社化により増収となったが、売上高 898 百万円、営業損失 67 百万円となった。薬機法改正の影響による広告掲載基準の見直しとその対応コストの増加により一時的に収益が悪化している。

なお、サークアの買収によるのれん等の償却費が増加しており、同社が重要な経営指標として使用するのれん等の償却前営業利益である EBITDA では 211 百万円、前年同期比 13.1%増と増益基調を維持している。

22/3 期 3Q が業績の大底となろう

22/3 期 3Q の 3 か月間の業績は売上高 571 百万円、前年同期比では 19.1%増と増収であったが、営業利益は 11 百万円、同 87.7%の大幅な減益となった。モビリティサポート事業はコロナ禍の影響が厳しく、売上高は 403 百万円、前年同期比 15.9%減となり、営業利益も 130 百万円、同 26.9%減となった。このため EBITDA も 148 百万円、同 22.6%減となった。

また、広告配信プラットフォーム事業は、売上高 898 百万円、セグメント損益 67 百万円の赤字となり、EBITDA も 3 百万円にとどまっている。ただ、広告配信プラットフォーム事業には後述する「地域マーケティングプラットフォーム」への事業転換を目指した最初のサービスとなるパーティカルメディア事業のための先行投資負担が重なった。21 年 10 月 28 日には「駅探 PICKS 脱毛」のサービスを開始している。

会社は 22/3 通期業績を据え置いており、4Q に必要とされる売上高は 1,217 百万円、前年同期比 2.66 倍増、営業利益 162 百万円、同 3.61 倍増と一見ハードルは高い。

しかし、同社は薬機法改正に伴い 21 年 12 月から新たな掲載基準の運用を行ったことで、広告収入は大きな復調となっ

ている。また、パーティカルメディアの「駅探 PICKS 脱毛」は粗利率が高く利益への貢献は高い。更に「駅探」、「サークア」、「駅探 PICKS 脱毛」のシナジー効果でPV数が上がり、広告収入増加も期待できる。

中期的にはビジネスモデルの「新化」で高い成長性

C&Aでは今22/3期の業績は3,300百万円、EBITDAは423百万円を予想する。

新中期経営計画では創業の「駅前探検倶楽部」の精神に立ち返り、「From the Stations」をコンセプトとして広告、物販、ECなどのサービスを推進する「地域マーケティングプラットフォーム」の構築を目指し、24/3期には売上高5,900百万円、営業利益500百万円を目標に掲げているが、C&Aではその中でも営業利益の達成可能性は高いと判断する。

C&Aでは来23/3期には売上高4,400百万円、今期予想比31.8%増、営業利益270百万円、同13.9%増と予想するが、24/3期には売上高6,000百万円、前年比36.4%増、営業利益540百万円、同倍増と収益の大きな飛躍期を迎えると予想する。

<成長戦略>

「地域マーケティングプラットフォーム」への「新化」

乗換案内サービスの深堀

同社は23年間に及ぶ情報とノウハウが蓄積された「乗換案内」のプラットフォームに、M&Aを通して獲得した新機能を付加することでビジネスモデルの進化、強化を図った新たなビジネスモデルへの「新化」を推し進める。

乗り換え案内サービスは参入の障壁が高い分野であり、同社を含めた4社の寡占状態にある。しかし、コンシューマー向けではビジネス自体はヤフー、グーグルのサイト情報でも検索は可能な状態であり、無料化の流れからも単一のサービス提供では収益を拡大することは難しいとは言うまでもない。2015年以降は法人向けの出張手配や旅費・交通費精算などの法人向けサービスを強化してきたが、成長性の回復には至っていないのが現実であった。

そうした中でも、23年間で形成されたドメインパワー、それに伴って蓄積された豊富なデータ量は無形資産価値として今後も同社の強みとして生き続ける。緊急事態宣言による移動制限によりPVが減少していることに対しては、アプリのリニューアル、サイトの改修、SEO対策等を実施している。これらの施策により広告売上の拡大が見込まれる。

広告配信プラットフォームによる「新化」

サークアの買収で広告配信機能を手にし、21年7月28日からは法人向けサービスの「ここから何分以内検索API」の提供を開始した。これらの機能により乗換エンジンがコンテンツの推奨や広告・宣伝に活用でき、行動予測によるタイムリーな広告提供も可能となる。乗り換え情報を基に予想される降車駅に到着する前に広告を配信することで顧客への消費行動を喚起する。このようなシナジー効果で駅探アプリを地域メディアへと「新化」させることになる。

広告の事業領域の拡大策として「駅ごと広告」を始めている。ネット上の広告とリアル上の広告とを連動させることでPR施策などの差別化を図る。交通広告代理店などをあたり、現在2社との販売実績をあげている。

また、新たな戦略の目玉としては、バーティカルメディアの立ち上げである。それも駅探の強みである「駅」を基点として「ユーザー」と「事業者」を繋ぐことに力点を置き、「ユーザー」の行動予測に基づいたタイムリーな広告による効率的な顧客の誘導で差別化を図る。

21年10月28日には「駅探 PICKS 脱毛」のサービスを立ち上げた。「ユーザー」と乗り換え駅を含めた駅周辺の店舗情報の提供による広告収入と送客によるアフィリエイト収入を目指す。ここでもサークアの持つメディアネットワークやアドテクノロジーなどを活用したコンテンツにマッチした最適な広告の配信を行う。バーティカルメディアは自前で拡張が可能であり、AI、機械学習機能を持たせたうえでデータの利活用を図ることで収益の拡大を図る。1集客当たりの売上金額が大きな脱毛から始め、AGA、パーソナルジム、求人など22年6月までに5カテゴリーを立ち上げ目標としている。

乗換案内サービス業者から「地域マーケティングプラットフォーム」事業者への業態転

換へ

以上のように、同社は「駅」を基点として「ユーザー」と「事業者」を広告、バーティカルメディアへ繋げることに加え、それを地域へと拡大し、更には地域のあらゆる情報サービスの提供が可能となる「地域マーケティングプラットフォーム」事業者への転換を図ろうとしている。

「地域マーケティングプラットホーム」は、駅、駅ナカ、駅前に加え、自治体、更には今後の発展が見込まれる複合的な次世代の交通サービスシステムである MaaS（マース：Mobility as a Service）でパッケージ化を計画しており、地域マーケティングプラットフォームは情報サービスの提供に際限がないものへの「新化」を目指している。更には「駅」を起点とした「テーマ×地域」の面展開の中には D2C、EC 展開までの拡張余地が想定される。

MaaS に関しては北海道の江差町にて提携しているサッドラホールディングス、未来シェア、公立ほこだて未来大学、札幌市立大学と収益循環モデルの事業性調査・分析事業の実証実験を行っている。この実証実験を踏まえサービス実装化と収益循環モデルを確立し、北海道内の各地域への横展開を図る計画である。

<投資判断とカタリスト>

業績は底打ちから新規の成長経路へ

業績は長期低落傾向から今 22/3 期の 3Q を大底として回復傾向となり、24/3 期に向けては新規の拡大経路に入ると予想される。コロナ禍での外出自粛や移動制限から乗り換え案内サービスや国内外旅行者向けのガイドブックサービスがアフターコロナになれば回復が期待できる。

加えて、バーティカルメディアなど「地域マーケティングプラットフォーム」事業への転換を目指した戦略の成果が出て来る。この戦略は間接的にアフィリエイト広告収入の増加にもつながる。また、会社も広告バリューチェーンに基づく M&A を継続して行う計画であり、そののれん等償却を考慮して EBITDA を経営指標として採用している。

C&A では、アフターコロナを見込まなくとも、今後 2 年間の営業利益の成長性は年率 50% の高成長を予想する。

株価は 3 つの面から割安圏にある

株価は 2018 年 7 月 19 日に 1,708 円の戻り高値を付けた後は下落基調にある。22 年 2 月 1 日には 431 円と 20 年 3 月 13 日に付けた直近安値の 341 円以来の 2 番底を形成している。バリュエーションでは今期予想 PER16.50 倍、PBR0.88 倍と割安な水準にある。

のれん等の償却を考慮して EBITDA を経営指標の基準に置いているが、のれん等の償却前の 1 株あたり利益(EPS)は今 22/3 期で 57.12 円となり、これをベースにした PER は 8.35 倍まで低下する。

同社は 21 年 12 月末で現預金 1,975 百万円、有利子負債は 100 百万円と 1,875 百万のネットキャッシュポジションにある。時価総額は 3,048 百万円であり、ネットキャッシュは時価総額の 61.5% もの高水準を占め、財務基盤の点からも株価は割安な水準にある。

企業買収の基準の一つであり事業価値を表すエンタープライズバリュー・EV(時価総額+純有利子負債)は 1,172 百万円となる。22/3 期予想ベースでは 2.79 倍となり、手元資金はキャッシュを稼ぐ収益力に対し 3 年分の価値を有していることになる。地域マーケティングプラットフォーム事業者への転換が成功し、収益の拡大が見込める段階にあり、C&A の業績予想通りに収益が拡大すると、株価がこのままでは EV/EBITDA が割安となる 2 倍割れの極めて割安な水準になる。以上から、現状のバリュエーションを今後の成長性に当てはめると、目標株価は 1,050 円となり、現株価からのアップサイドは 2.3 倍と M&A の対象として十分に割安な水準に入ることになる。

駅探

3646 マザーズ TSE Mothers

February 11th, 2022

<業績推移 駅探(3646)>

(単位:百万円、円、%)

	売上高	yoy	EBITDA	営業利益	yoy	経常利益	yoy	純利益	yoy	1株利益	1株配当	1株純資産
18/3期	2,936	0.9	600	503	-19.0	502	-19.0	317	-24.2	58.84	20.0	483.33
19/3期	3,035	3.4	581	480	-4.6	480	-4.4	291	-8.2	53.35	20.0	517.6
20/3 1-2Q	1,457	-2.2	254	214	-18.0	215	-17.6	143	-16.4	26.20	0.0	533.79
20/3期	2,864	-5.6	429	339	-29.4	341	-29.0	23	-92.1	4.30	20.0	502.15
21/3 1Q	504	-29.1	2	-11	-	-2	-	-7	-	-1.40	-	-
21/3 2Q	506	-32.2	74	58	-40.2	64	-34.0	32	-50.8	6.10	-	-
21/3 1-2Q	1,010	-30.7	76	47	-78.0	62	-71.2	25	-82.5	4.70	0.0	496.81
21/3 3Q	479	-33.5	111	96	9.1	99	11.2	68	30.8	12.30	-	-
21/3 4Q	458	-33.3	63	45	24.4	45	20.3	31	-	5.56	-	-
21/3期	1,947	-32.0	249	188	-44.5	206	-39.6	124	439.1	22.56	20.0	514.71
22/3 1Q	864	71.4	87	42	-	42	-	20	-	3.70	-	-
22/3 2Q	685	35.4	68	21	-63.8	22	-65.7	10	-68.3	1.74	-	-
22/3 1-2Q	1,549	53.4	155	63	34.0	64	3.1	30	20.6	5.44	0.0	506.02
22/3 3Q	571	19.1	56	11	-87.7	10	-89.8	4	-94.3	0.89	-	506.23
22/3 4Q 会社	1,217	165.7	209	162	260.0	162	260.0	97	212.9	17.50	-	-
22/3 会社	3,338	71.4	420	237	25.8	237	14.7	131	5.6	23.83	14.0	-
22/3 C&A	3,300	69.5	423	240	27.7	240	16.5	132	6.5	27.09	14.0	519.11
23/3 C&A	4,400	33.3	480	270	12.5	270	12.5	150	13.6	30.78	14.0	535.89
24/3 C&A	6,000	36.4	840	540	100.0	540	100.0	300	100.0	61.57	20.0	577.39
24/3 中期計画 (2022.2.10)	5,900	-	800	500	-	-	-	-	-	-	-	-

(出所) 会社データ、C&A

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Strong Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを30%以上アウトパフォームすると予想する

Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価がTOPIXを中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、C&A Investment Research.及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権はC&A Investment Research.に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。